

# 试析我国当前 MBO 所面临的问题及其对策

戴艺勇

(厦门大学 2000 级财金系金融专业)

内容提要: 经理融资收购(MBO)在某种程度上是对现代企业制度的一种反叛, 因为其追求的是一种所有权和经营权的集中。通过经理层对公司的收购, 实现经理人对决策控制权、剩余控制权和剩余索取权的接管, 从而降低代理成本, 减少对经理人权力的约束。因此, MBO 实际上是对过度分权导致代理成本过大的一种矫正。我国拥有廉价的企业家和昂贵的企业制度, 作为优化企业治理结构的途径之一, MBO 在推动国企改革与国有经济从一般竞争领域退出中有广阔的市场前景。

关键词: MBO 经理层融资收购 杠杆收购 国有股权转让 国有资产

据财政部材料介绍, 截止 2000 年底, 我国国有资产总量共计 98, 859. 2 亿元人民币, 高于同年国内生产总值。其中, 经营性国有资产总量为 68, 612. 6 亿元人民币占 69. 4%; 非经营性国有资产总量为 30, 246. 6 亿元人民币, 占 30. 6%。上述国有资产, 分布在全国各地方各行业的 18 万个国有企业。未来几年国有资产管理体制改革, 总的趋势将是国有资产逐步退出竞争性领域, 随之而来的国有股权转让将给投资者带来丰富的投资机会。

经理层融资收购(MANAGEMENT BUY-OUT, 简称 MBO)、外资收购和民营企业收购国企是国有股权转让的主要方式。其中杠杆收购(LEVERAGE BUY-OUT, 简称 LBO)和 MBO 是最主要的形式。LBO 即指杠杆收购或融资性收购, 是一种收购主体利用高负债融资, 购买目标公司的股份, 以达到控制、重组该目标公司目的, 并从中获得超过正常收益回报的有效金融收购方式。当 LBO 的收购主体是目标公司的管理层是, LBO 即为 MBO。美国在上世纪 80 年代就兴起对金融界最有影响力的 LBO 风潮。美国的光纤产业与移动通信业(如麦克劳移动通信公司和 CNN 有线电视网)之所以能成为家喻户晓的大公司, 就得益于杠杆融资的资金筹措。

MBO 作为一种 MBO 之所以能够风行一时, 在我国实现国有股权转让中得到发展, 主要有以下两个优势: 一是可以获得极高的自有资本收益率: MBO 通过提高负债比率加大财务杠杆力度, 在息税前收益率大于所借资本平均成本的条件下, 由于资本结构中负债与自有资本之比的巨大杠杆效应, 可以大幅度提高普通股的每股收益; 其二, 可以获得税收方面的优惠: 由于 MBO 的资本结构中债务资本占绝对比例, 根据税法规定, 债务资本的利息支出可以在税前列支, 相当于政府间接地为 MBO 提供了补贴。此外, 如果目标企业在 MBO 之前还有未弥补的亏损, 这部分亏损亦可以冲抵购并后各年份的利润, 通过亏损递延, 从而降低纳税基础。

相反地, 高收益往往与高风险并存, MBO 在为企业带来巨大收益的同时, 也带来了巨大的风险和压力。MBO 会使企业原本健康的财务状况由于负债比率过高而陷于恶化。主并公司实施 MBO 之后, 一般是出于投机的考虑, 并不以长期经营为目标, 往往通过适当包装后出售一些部门、附属机构以取得投机收益或改善财务状况。MBO 主要是依靠银行等金融机构提供高风险的贷款和发行“垃圾债券”来实施的, 一旦出现大的经济衰退或购并行为失败, 身负重债的企业和为购并提供巨额资金的机构将面临严重的后果, 极易引发金融市场的混乱。

依照我国目前国情而言, 当前的宏观外部环境尚未达到大力开展 MBO 的实现条件, 主要有以下体现:

1、法律方面的限制：我国《公司法》规定，公司债券发行主体只限于股份公司、国有独资公司和两个以上国有投资主体设立的有限责任公司，其他任何企业、个人均不得发行债券。从发行条件来看，股份公司净资产不得低于人民币三千万元，有限责任公司净资产不得低于六千万元，累计债券发行总额不得超过公司净资产的40%，债券利率不得超过国家规定的利率水平等。这些条件难以使企业通过发行高风险、高利率的风险债券筹集资金进行购并。同时按照我国《商业银行法》、《保险法》规定，商业银行和保险公司不得投资股票，信贷资金不得进入股市等，这些法律严格限制了以投资套现为特征的“小鱼吃大鱼”式的MBO杠杆收购在我国的出现。

2、资本市场不发达：西方国家健全的资本市场为MBO杠杆收购提供了有效的融资渠道和金融工具，为股票、债券以及产权的流动和转让提供了极大地便利，并大大降低了企业购并的成本。尽管近年来我国资本市场有了进一步的发展，但从整体而言，我国目前证券业发育还未成熟，股票、债券市场规模较小，融资工具、品种较少，融资渠道不畅，造成资本稀缺。因此在一个不发达的资本市场上筹集MBO杠杆收购所需的巨额资金是没有保证的。

3、投资银行发展滞后：MBO是一种复杂且难度较大的交易活动，投资银行在其中扮演了重要的角色，从购并目标的选择、购并交易筹划、交易谈判、筹集购并资金到购并企业重组、重新上市都离不开投资银行的参与和支持。目前我国投资银行业务主要由证券公司、财务咨询公司等充任的，与西方真正意义上的投资银行相比，规模较小，从业经验欠缺，专业人才缺乏，行为不规范，难以发挥投资银行应有的功能。因此要在我国实施MBO，必须首先培育真正适合市场需要的投资银行。

4、其他条件制约：MBO应有一定的市场环境为前提，如通货膨胀率较高、市场存在大量的闲置资金等。通货膨胀使企业资产的名义价值超过其实际价值，以这些资产作抵押向银行贷款可以利用通货膨胀的社会财富再分配效应将部分债务负担转嫁到银行。而目前我国处于通货紧缩阶段，资本短缺。此外我国国有企业本身资产负债率较高，管理水平较低，在如此高的负债率和运行机制条件下实行MBO，只能进一步加重企业的财务负担，危及企业和债权人的利益，不但不能把目标企业重组救活，反而有可能拖垮主并企业自身。

在典型的市场经济条件下，管理层收购、经理层持股等方式是以发达、有效的资本市场的存在为前提的。有效的资本市场不仅为经理层持股提供了融资便利，也为合理确定企业价格提供了一个有效机制。目前我国由于证券市场发育较晚、融资渠道有限、相关法律不配套等，严重阻碍了我国以使用财务杠杆为特征、以取得目标企业控制权为目的的经理层持股的发展。因此，国家应采取一定的具体措施，促进企业开展经理层持股，以收缩国有经济战线，调动广大职工的积极性，提高国有资产质量和整个经济的运行效率，具体如下：

1、政府大力支持是搞好经理层持股的根本前提：在我国经济体制由计划经济向社会主义市场经济转变的过程中，每一项改革措施的出台都与政府的大力支持分不开的。经理层持股是调整我国国民经济结构的根本选择，同样也需要政府的大力支持。政府支持主要体现在以下方面：首先是提供政策导向，制定合理的产业发展政策和产业结构政策，明确界定需要保留和退出的领域以及如何退出，进而促使企业在管理体制、经营机制等方面发生根本改变。对于涉及公共安全、公共服务以及资源性和自然垄断性行业要予以保留，而对于一般竞争性行业要坚决放开。放的方式有多种选择，股份制改造、托管、中外合资、兼并破产等都是较好的方式，但与经理层持股相比，除破产外，这些放的方式明显具有放的不彻底性、仍然难以摆脱代理人的控制等问题，因此，大力鼓励经理层持股是一个更好的选择。其次，提供政策支持，尤其是税收优惠政策等方面的支持，鼓励企业实行经理层持股。美国于1974年通过了《美国雇员退休收入保障法案》，该法案对实行员工持股计划的企业提供了诸多税收优惠政策，包括持股员工获得的红利在提取前免交个人所得税；持股员工股份转让收入转入退休基金，免交个人所得税；对于员工持股比例超过企业股本总额30%以上的公司，股东出售股份的收益如果用于购买美国公司的股票，则这部分收益免交税率为28%的所得税；公司以现金支付员工红利可以减税；公司在归还员工持股贷款本息期间，可以免交公司所得税；金融机构向员工持股占公司股本总额30%以上的公司提供贷款，其利息收入减半征收公司所得税等。这些税收优惠政策极大地鼓励了企业股东、管理者、员工以及金融机构共同推行员工持股计划的积极性。同时美国金融法律规定，对于实行员工持股计划的企业，向金融机构贷款以收购目标企业的股份，贷款期可达七年。我国在推行经理层持股的过程中也应有所借鉴。最后，逐步推行，不搞一刀切：抓大放小、国有企业产权

主体多元化、实现政企分开、强化企业激励和约束机制是一项长期性的工作,不是一蹴而就的,要全面兼顾企业管理者和职工的意愿,采取多种形式逐步推行。我国经济体制改革是渐进性的,政府可以制定政策支持企业实行经理层持股,但决不能越位代办,否则必将遗留后患。

2. 开展金融创新,规范资产评估:目前,我国实行经理层持股的最大障碍来自两个方面:一是经理职工个人没有足够的资金购买本企业的股份,以及资本市场发育不成熟、融资工具较少、融资规模受到限制,使得经理职工缺乏相应的融资渠道;二是企业定价不合理,使经理职工望而却步。其实,我国针对房地产企业推行的按揭贷款这一金融工具,虽然从借款和还款的方式上与经理层持股融资方式有所类似,但由于我国房地产交易相对发达,市场化程度较高,其定价较为容易。而如何对一个企业进行估价则相对困难。因此,大力发展资本市场,规范资产评估是保证经理层持股顺利推行的必要条件。就资本市场而言,一要推出新的金融工具(如 MBO 基金),为经理层持股提供融资支持;二是要大力发展股票市场,鼓励符合条件的经理层持股企业重新上市,重新上市不但解决了职工股份的流通问题,也为归还贷款本息提供了另一个通道;三要大力发展企业债券市场,通过发行利率稍高的企业债券为经理层持股提供另一种资金来源渠道。从资产评估方面来说,许多人认为,有些大中型企业虽然并不符合我国整体产业发展战略,但由于经理职工没有足够多的资金来购买大中型企业的股权以及如果由金融机构提供融资,必然加大金融风险,因此难以放开。我们认为这一假设是站不住脚的,在市场经济条件下,没有卖不出去的资产,只有不合理的定价。企业价格终究是由企业商品市场的供求关系决定的,而不是由评估决定的。在我国目前大多数国有企业资产质量较差、产业结构不合理的现实条件下,仍然采用重置成本法对企业进行整体评估肯定不能正确反映企业的实际价格,加之国家规定企业产权转让必须以评估价格为主要依据进行成交,更加限制了经理职工购买企业股权的积极性。我国国有企业的现有资产是国有职工经过长期努力创造的,他们对企业的实际价值最为清楚,如果企业定价不合理,收购之后取得收益不能按期还本付息,经理职工肯定没有持股的积极性。因此,以收益现值法进行评估、按照市场原则通过市场交易定价是合理确定企业价格的较好选择。从加大金融风险的角度而言,任何贷款都是有风险的,关键在于如何防范风险。金融机构一方面可以通过适当提高利率对风险进行补偿,另一方面还可以通过增加一些附加条款以防范风险,如规定经理职工必须以一定比例的自有资金作为收购资金,在什么情况下金融机构有权直接接管等。

3. 完善相关法律法规是保证经理层持股顺利实施的基础:美国政府为了规范和大力鼓励企业实行员工持股计划,制定了二十多部法律,同时二十多个州府也颁布了支持员工持股的立法。要规范我国经理层持股的运作,也应通过制定相应法律进行约束,以维护经理职工和国家在经理层持股操作过程中的合法权益,尤其是在经理职工所持股权的抵押、转让、继承以及鼓励经理职工持股的优惠政策等方面加以规范,在收购价款的收缴、使用等管理方面进行约束,以推动我国的经理层持股在合理、有序、规范的条件顺利开展。

参考文献:

- [1] 廖金泽著:《员工持股·经理层持股·期权计划》,海天出版社,2002年4月。
- [2] 李清/王东华著:《我国经理层收购的案例分析》,商界杂志社,2002年6月。
- [3] 大卫·格拉斯曼著:《EVA 革命—以价值为核心的企业战略与财务、薪酬管理体系》,社会科学文献出版社,2003年2月。
- [4] 杨剑、白云著:《激励导向的薪酬设计》,中国纺织出版社,2002年10月。
- [5] 海荣正投资咨询有限公司(郑培敏等)著:《从 ESOP 到 MBO 知本的价值》,广州出版社,2002年10月。
- [6] 蓝发饮著:《减持之路:国有股减持的环境途径和策略》,上海远东出版社,2001年9月。

(编辑校对:余朝锡 史爱平)